

配当政策論争の再検討

岡 部 政 昭

一 はじめに

配当政策に関する議論は、過去二〇年に亙り多くの論争を喚起してきた。しかし、この問題については今日なお一定の解答を見出しているようには思えない。そこでみられる主要な争点は、一つの仮説を導くに際して、その立論の背後にある前提の現実妥当性を問うものであった。現実企業の財務行動をその内面にまで立ち入って原因を探り、背景を分析することが、実践的な企業財務論の課題であることを思うとき、そのような争点は回避することのできない議論の主要な道筋であった。

ところで、企業の配当政策に対する一つの有力な見解は、完全市場理論の中に見出すことができる。それは、企業の投資政策と配当政策とを無関連とし、資金源泉としての内部金融のメリットを否定するもので、配当決定の政策的意義を過小評価する。最近の企業財務論は、とくに、その理論的、分析的側面において著しい発展を遂げたが、ここでみる配当の完全市場理論もその発展動向に相即応しながら展開されてきた。財務政策は、その発展の中で厳密な論理的枠組を提示され、意思決定基準の明白な根拠が問われたのである。

配当政策論争の再検討

配当政策論争の再検討

しかし、以上の如き線に沿った議論が、配当政策論争の解明にどれ程の意味をもつかについては、なお多くの検討すべき問題を残している。以下では、配当政策問題を最近の理論的、実証的背景に照して整理、検討し、その論争が、現在どのような問題を抱え、どのような評価を与えられているかを究明する。この場合、新しい財務理論の発展が配当政策論争に与えたインパクトは、とくに重視されなければならない。それは、この論争に一定の枠を与え、有益な論拠を示した点において評価しうるものである。しかし、その議論が配当政策の真の課題に答えうるものかどうかは、なお吟味を要する問題と言わなければならない。

二 配当政策論争の内容

企業の配当決定ルールとして、単純ではあるがよく知られたアプローチに、配当支払い前の市価と配当落ち後の市価の比較を配慮するものがある。このルールに従えば、既存株主の富の極大化を追求する企業は、配当落ち後の市価と配当額との合計が、配当決定以前に支配的であった市価より高い場合、そしてその場合にのみ配当支払いをなすべきである。このことから企業の最適配当政策を定式化すれば、それは、配当の限界的な増分が、その結果としての配当落ち後市価における限界的な下落分に均等化するまで、現在の配当額を増加できることになる。⁽¹⁾

ところで、以上の配当決定ルールは、一つの重要な前提を含んでいる。それは、企業がその方式に則って最適政策を実施する場合、投資家が配当落ち後の市価を如何にして評価するのか、また、将来の配当額に関する投資家の予想が如何なるものであるのか、について既知としている点である。評価モデルを既知とすることは、その

論争に付随する煩瑣な問題を回避し、論点を評価論争以外の差し迫った関心領域に向けることには役立っても、当面する最適配当決定の実践は、それによって著しい困難に遭遇する。それ故、この決定ルールにあっては、評価モデルに関する議論が不可欠の前提になるといわねばならない。その際、評価モデルの構成要因を確認することは勿論必要であるが、とりわけ重要なのは、配当政策の企業市価に及ぼす影響の分析である。

しかし、この場合、企業評価モデルが仮りに解決済みであるとしても、実際には、企業の配当公表に際して、将来の配当に関する投資家の予想を企業が十分に確認しえないために、市場が企業の意図とは異なる評価を下す可能性は十分存在する。また、投資家の間に予想の不一致があるときはその可能性は一層高まろう。このため、企業は可能な限り一般に周知徹底した配当政策を採用し、投資家がその期待形成に際して、企業の配当政策を重視するように仕向けなければならない。現実の多くの企業にみられる安定配当政策は、この点で重要な政策的意義を有している。

以上の実践的な側面を別にして、純粹に理論的な観点から問題に接近するとき、しばしば論及されるのは、配当性向の変更と企業市価との関係に関する議論である。この問題は、勿論、企業の評価モデルと無関係ではない。M・H・ミラー(M. H. Miller)とF・モジリアーニ(F. Modigliani) (以下MMと略称)は一九六一年のその著名な論文において、企業の投資政策を所与とする場合、配当性向は問題にならないと主張した。⁽²⁾すなわち、市場は配当一ドルとキャピタル・ゲイン一ドルとを無差別に受領する。MMの見解では、企業の価値は、企業資産に基づく収益力或いは投資政策によってのみ決まるものであり、市場が資本還元するのは純営業収益である。従って、そこでは収益フローが配当と留保の間でどのように分割されようと、そのこと自体企業価値には影響し

配当政策論争の再検討

ない。MMのこの配当無関連説は、完全市場、確実性下の理想的条件のもとでは、投資家が望ましい所得パターンを得るのに資本市場の利用をもつてすることを通して簡単に証明できる。しかし、その結論は不確実性の世界に敷衍してもなお有効である。ビジネス・リスクを不変とすれば、純営業収益に適用される割引率はすべての投資家に同一であることにより、無関連説は維持されるのである。ただ、ここで注意すべきなのは、MMが、現在配当額は将来の収益に関する投資家の予想を修正させないと仮定している点である。もし、予想の修正が生ずれば、それは当然株式市価を変更させることになる。MMのこの議論は配当の情報効果説として知られている⁽³⁾。彼らは、この議論をモデルにこそ含めなかったが、その重要性は十分に認識していた。後述するように、配当の情報効果説は、近年の企業財務論の展開に多くの示唆を与えている。

以上の配当無関連説に対しては、それと対照的に、配当が企業市価と密接な関連をもつとする多くの論者がいる。例えば、M・J・ゴードン(M.J. Gordon)の主張は、配当関連説の立場からする典型的な議論である⁽⁴⁾。投資家が危険回避で、かつ遠い将来の配当をごく最近の配当よりリスクが大きいと判断するとき、企業の配当政策は企業価値に影響する。これは、留保というものを、現在の配当支払いを遠い将来に引き延ばす再投資とみなしうるところから、それが一層危険な状態に落ちていると考えるためである。この点で、ゴードンらの主張は、投資家のリスクに対する態度を、それが連続する将来の各年度における割引率の上昇を引き起こすものとみなしている。ここでは、配当に含まれるリスク予想は、将来年度という時間要因に直接的に比例して増大すると考えられ、この理由から、市場は、現在所得の方を将来所得より選好し、後の配当に高率の割引率を適用するのである。

配当関連説の基礎にあるそのリスクに関する考え方に対しては、遠い将来の配当に含まれる不確実性の程度が高いのは、配当を生み出す遠い将来の収益が一層大きな危険を被るためであるとすると批判が提起されている。Mの無関連説の立場は、企業リスクはその営業収益が被る不確実性の程度にのみ依存するというものである。そのような収益に含まれるリスクは、収益が配当として、或いはキャピタル・ゲインとして配分されることに関係なく同一である。このため、配当支払いが投資家による企業評価を変更させることはないのである。

以上の配当論争に対する明確な解答は、未だ十分になされてはいない。しかし、近年の資本市場理論を中核とする企業財務論の理論的發展は、MM理論の論理的な正当性を支持する傾向にある。⁽⁵⁾ それにも拘らず、二つの仮説の是非についての最終的な判定は、実証研究の結果に委ねられるべきものであろう。先に示したように、現在配当と将来配当との間には「質」的な差を認める関連説に対し、無関連説の主張者は、そこに何らの差も認めず、市場全体として現在の配当に対する組織的な選好の存在を否定する。そのような投資家のリスクに対する態度は、理論的には解明の困難な問題であり、実証分析によってのみ、初めてその真偽を判定しうるものだからである。

- (1) Porterfield, J. T. S., *Investment Decisions and Capital Costs*, Englewood Cliffs, N. J., Prentice-Hall, 1965, ch. 6.
- (2) Miller, M. H., and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business* 34, October 1961.
- (3) *Ibid.*, p. 430.

配当政策論争の再検討

- (4) Gordon, M. J., "The Savings, Investment and Valuation of a Corporation," *Review of Economics and Statistics* 44, February 1962, pp. 37—51. and "Dividends, Earnings, and Stock Prices," *Review of Economics and Statistics*, May 1959, pp. 99—105.

- (5) コーペランド (T. E. Copeland) とウェストン (J. F. Weston) は、その近著で、「法人税および成長をモデルに組み入れても、組み入れなくても、配当政策はすべての場合に無関連であり、この結果は、個人所得税を配慮する場合にのみ修正される」として、「財務理論は、租税を無視すれば、明らかに配当政策が企業価値に影響しないことを示している」と論じた。Copeland, T. E., and J. F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley, 1979, pp. 346 & 363.

三 配当仮説に対する最近の実証分析

資本市場は、配当政策を企業の将来見通しに対する経営者の期待の表明として受け止める。これは、J・リントナー (J. Lintner) によって発見された重要な事実である。経営者は、配当切下げに対して消極的であるばかりか、配当引上げについても、将来収益がそれに見合うものでない限りその実施に踏切ることには慎重である。⁽¹⁾

そこでみられるような企業の配当行動を、資本市場はどのように評価するであろうか。C・W・スパングラ (C. W. Spangler) は、企業による配当支払いの増減が資本市場にどのような影響を与えるかを、一九六二—一九七二年の一〇年間、NYSEの普通株を対象に調査している。⁽²⁾ その研究によれば、配当公表日を含むその前後二日の取引期間について、第一表の結果が報告された。

表に示される主要な特徴は、証券収益の符号と規模が、配当変化の符号と規模に正の相関をもつという点であ

第1表 配当変化と株式収益

配当公表の取 前後の引期間	配 当 減 少	配 当 増 加		
		<10%	10-25%	>25%
-10	-.00217	.00044	.00082	.00053
-5	-.00755	.00149	.00333	.00666
-4	-.01054	.00091	.00443	.00895
-3	-.01334	.00123	.00564	.01345
-2	-.01806	.00168	.00577	.01598
-1	-.01980	.00332	.00738	.01823
0	-.04953	.00680	.01409	.02634
+1	-.07628	.00994	.01890	.03209
+2	-.07743	.01098	.02050	.03213
+3	-.07730	.01182	.02130	.03103
+4	-.07767	.01159	.02146	.03348
+5	-.07915	.01245	.02179	.03399
+10	-.08227	.01170	.02062	.03306

資料：Spangler, C. W., "The Effects of Unanticipated Changes in Dividends on Security Returns," Unpublished Master of Science Thesis, M. I. T., 1973; Foster, G., *Financial Statement Analysis*. 1978, p. 352, Table 11.3.

る。配当公表日以降、配当増加の程度によって分類された四つのグループ各々に対して、市場の反応には明白な徴候がみられる。すなわち、資本市場は、配当変化を証券価格の評価に関する情報の提供とみなしている。しかし、この結果から直ちに配当関連説の正当性を主張することには問題が残る。上の結果は、配当政策それ自体が証券収益に影響を与えるか否かについて何も語っていない。それは、配当政策と証券収益との間の相反する二つの仮説のいずれとも矛盾しない。配当変化に対して観察された市場の反応は、会社の将来展望についての経営者の期待に関する情報に応じたものかも知れず、配当それ自体が証券価格を決定する要因とは断じ難い。この問題に関連した最近の研究は、どちらかといえば、配当無関連説を支持する立場に傾きつつあるようにみえる。例えば、F・ブラック (F. Black) とM・シールズ (M. Scholes) の実証研究によれば、

「最善の実証方法をもってしても、高配当の普通株の期待収益が、税引き前であれ、後であれ、低配当の普通株の期待収益と異なることを示すことはできない」という結果が示され、配当政策の無関連性が主張されている。⁽³⁾

配当政策論争の再検討

ブラックとショールズの実証研究で興味深いのは、彼らがリスク調整のために資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model, 以下CAPM) を用いて実証を行なっている点である。このモデルでは異なる証券に対する投資家の需要に影響を与えるような差別税効果がないものと仮定されている。そのことを踏まえたうえで彼らはまず、次のように、CAPMに配当性向に関する項を加えてテストを行なった。

$$\bar{R}_j = r_0 + [\bar{R}_m - r_0] \beta_j + r_1 (\delta_j - \delta_m) / \delta_m + \epsilon_j, \quad (1)$$

なお、 \bar{R}_j は j 番目のポートフォリオの収益、 r_0 はCAPMの安全利子率 R_f に対応する収益率、 \bar{R}_m は市場ポートフォリオの収益、 β_j は j 番目のポートフォリオのシステムティック・リスク、 r_1 は配当効果係数、 δ_j は j 番目のポートフォリオの配当利回り、 δ_m は市場ポートフォリオの配当利回り、そして、 ϵ_j は誤差項である。

ここでは、キャピタル・ゲインの実効税率が、配当所得の実効税率より低い場合、投資家は、より高い配当性向をもつ証券に対してはより高い収益を要求する、という命題の検証が主たる関心事である。先の式に関連していえば、配当利回り項の係数 r_1 がゼロとかなり相違すれば、配当性向は証券の必要収益率に影響しない、という帰無仮説を廃棄しうる。これに対するブラックとショールズの結果は、第二表に示される通り、配当利回り係数 r_1 が、ほぼゼロに近い値を示しており、企業価値が配当利回りから独立であるとする主張を支持している。彼らの実証結果は、高配当証券の期待収益は、他の事情にして等しければ、低配当証券の期待収益とそれ程変わらないことを意味する。これは、投資家にとって、高配当証券が、同一リスクの低配当証券より高い期待収益を提供するのか、低い期待収益を提供するのかを不明にしている。従って、彼らの実証結果を是とする限り、投資家は彼の決定に際して、配当利回りを無視しても問題は生じない。

第2表 配当効果に関する Black と Scholes のテスト結果
 $r_1(\text{part A})$ と $r_0(\text{part B})$ の推計値
 Part A

期 間	$\alpha_1 = \hat{r}_1$	t_α	$\hat{\beta}_1$	δ_1	δ_m
1936—66	0.0009	0.94	-0.01	0.044	0.048
1947—66	0.0009	0.90	0.08	0.047	0.049
1936—46	0.0011	0.54	-0.01	0.036	0.046
1947—56	0.0002	0.19	0.11	0.054	0.060
1957—66	0.0016	0.99	-0.14	0.040	0.038
1940—45	0.0018	0.34	0.15	0.051	0.052

Part B

期 間	$\alpha_0 = \hat{r}_0$	t_α	$\hat{\beta}_0$	δ_0	δ_m
1936—66	0.0060	3.02	0.02	0.048	0.048
1947—66	0.0073	3.93	0.03	0.049	0.049
1936—46	0.0033	0.72	-0.01	0.046	0.046
1947—56	0.0067	2.55	0.12	0.060	0.060
1957—66	0.0065	2.37	0.10	0.038	0.038

資料：Black, F., and M. Scholes, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns," *The Journal of Financial Economics*, May 1974, 14.

以上のように、配当無関連説の根拠としては、投資家が、配当利回りのポートフォリオ収益に及ぼす効果について無知であるということもあるが、その他、投資家の側で配当に対する態度に相違のあることにも留意しておく必要がある。例えば、キャピタル・ゲイン税率が所得税率より低いという仮定は、すべての階層の投資家に当て嵌まるものではない。あるクラスの投資家は、高配当利回りを選好する十分な根拠をもっている。法人企業は、配当所得より実現されたキャピタル・ゲインに一層高率の税金を支払い、信託資金の受益者には、配当所得を選好するものもいれば、キャピタル・ゲインを選好するものもある。更に、寄付基金は、そこから配当所得のみを支出している。この他、配当を自らの所得の一部と考えていたり、持株の売却や、そ

配当政策論争の再検討

れを担保にした借入れよりも、配当受取りの方が費用が安くつき、かつ容易と考えている投資家もいる。以上のような高率配当を望む投資家グループと対照的に、低率配当に対する合理的な選好をもつ投資家グループも存在する。彼らの階層は、キャピタル・ゲインより配当所得に対して高率の税金を支払っている。また、大学基金のように、課税免除の投資家で、従って、配当とキャピタル・ゲインを無差別とみなすグループもある。

以上の多様な関心を示す投資家グループの存在そのものは、必ずしも配当無関連説を否定するものではない。

これは、MMが曾て顧客効果 (Clientele Effect) と呼んだ考え方によって説明することができる。MMによれば、「企業の配当性向の度数分布が、たまたま、投資家の配当性向に対する選好の分布と正確に一致するとすれば、究極的には、明らかにそのような選好の存在により、基本的にはその意味するところが完全市場のケースと全く変らない状態に到達する。各企業は、その会社の配当性向を選好する人々からなる顧客層を自社に誘引する傾向がある。だが、どの顧客も企業評価に関しては同一である⁽⁴⁾という。企業はさまざまな配当性向政策を採ることができる。そして、投資家サイドでの配当選好は一樣でない。このとき、企業による配当性向の変化は、ある種の投資家層を失うことになる⁽⁵⁾。しかし、その時新しい政策に共鳴する別の投資家層がそれにとって代わる。従って、配当政策は企業価値に何の影響も及ぼさないと言えるのである⁽⁵⁾。

さて、既に指摘したように、ブラックとショールズの配当無関連説の検証は、CAPMの実証モデルを利用して行なわれた点にその意義を認めることができる。周知の通り、CAPMは、リスクの適切な概念規定を示し、均衡下で証券収益がどのように評価されるかを明らかにした。それは、一般に、次のように示される。

$$E(R_i) = R_f + \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m^2} \text{cov}(R_i, R_m). \quad (2)$$

証券投資からの収益 $E(R_i)$ は、配当 $E(d_i)$ およびキャピタル・ゲイン $E(g_i)$ の形をとるから、(2)式は更に次のように定式化できる。

$$E(d_i) + E(g_i) = R_f + \lambda \text{cov}(d_i + g_i, R_m). \quad (3)$$

但し、 λ は $\{E(R_m) - R_f\} / \sigma_m^2$ である。右辺の第二項は、投資家が証券に要求するリスク・プレミアムである。その共分散項は、当該証券に含まれる組織的リスクの大きさを示しており、それは更に、配当利回りに帰属するリスクと、キャピタル・ゲインに帰属するリスクとに分解できる。かくて、

$$\text{cov}(d_i + g_i, R_m) = \text{cov}(d_i, R_m) + \text{cov}(g_i, R_m) \quad (4)$$

である。いま、投資家が彼の受取る収益のある一定割合 α を配当利回りとして受取るものとする ($0 \leq \alpha \leq 1$)、

$$E(d_i) = E(\alpha R_i) \quad (5)$$

であり、(4)式は、

$$\text{cov}(d_i, R_m) + \text{cov}(g_i, R_m) = \alpha \text{cov}(R_i, R_m) + (1 - \alpha) \text{cov}(R_i, R_m). \quad (6)$$

と表わせる。以上の議論が含意するところは、CAPMがその運用に際して暗黙りに配当無関連説を仮定している点である。配当利回りに含まれるリスクは、全証券収益に占める配当利回りの割合 α と証券の総リスクを掛けただけである。従って、配当利回りの一パーセントの増大は、配当利回りに関連するリスクを正確に一パーセントだけ増大させる。証券の期待収益を一定とすれば、配当利回りとキャピタル・ゲインの間の限界代替率、および、同時に各利回りと結びついたリスクの間の限界代替率は一定であり、マイナス1に等しい。かくて、証券の

配当政策論争の再検討

全収益を配当とキャピタル・ゲインの間でどのような割合に決めても全体的には全く影響がない。⁽⁶⁾

CAPMを利用した実証分析に際して、以上の点を理解しておくことはきわめて重要である。最近、S・バーヨーゼフ (S. Bar-Yosef) と R・コロニー (R. Kolodny) によって行なわれた配当仮説についての実証研究は、その点の検討を踏まえたうえでの分析を試みており、ブラックシヨールズらの研究との比較上きわめて興味深い内容を示している。⁽⁷⁾ 彼らは、まず配当利回りを次式のように求める。⁽⁸⁾

$$E(d_i) = \alpha_i R_f + \lambda \alpha_i \text{cov}(R_i, R_m) \quad (7)$$

更に、同一の α をもつ会社の配当利回りについての回帰式

$$d_i = r_i + f \text{cov}(d_i, R_m) + \epsilon_i \quad (8)$$

を考え、これと比較検討している。

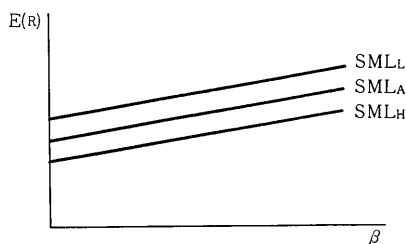
(7)式は配当無関連説の前提を含むから、配当とキャピタル・ゲインの分割によって影響を受けることはない。総リスクと総収益は不変である。そこで、実証的にその仮説が確認されるなら、 $r_i = \alpha_i R_f$ 、また $f = 1$ となるはずである。実証の結果、もし、 $r_i < \alpha_i R_f$ なら、それはキャピタル・ゲインに係する安全利子率が配当利回りのそれと比べて一層高いことを意味し、結果的に、配当はキャピタル・ゲインよりリスク水準が低いことになる。そこで今、(4)式と(7)式が経験的に維持されるものとすれば、種々の配当政策をとる企業の事後的なデータに基づいて導かれた収益—リスクの観測値は、企業の配当政策の如何に係なく同一の証券市場線に位置することになる。しかし、先の式が経験的に満たされないときは、同一の配当政策をとる企業グループごとにいくつかの証券市場線が描かれることになる。第一図は、そのような各種の証券市場線の関係を示したものである。⁽⁹⁾

第3表 Bar-Yosef=Kolodny のテスト結果
配当性向に従って分類された企業の収益とベータ

配 当 性 向	サンプル数	1963—1971		1963—1971	
		R	σ_R	β	σ_β
0.0	28	.11386	.15485	1.6494	.35627
.00—<.20	20	.24436	.12644	1.5065	.53701
.20—<.30	35	.18779	.08436	1.3353	.34273
.30—<.40	64	.16495	.09649	1.2314	.37610
.40—<.50	111	.13051	.07595	1.1952	.39420
.50—<.60	101	.10525	.06699	1.1363	.32703
.60—<.70	73	.08328	.06657	1.1709	.35494
.70—<.80	31	.05756	.05771	1.0488	.32049
.80—<.90	16	.05197	.06735	1.2535	.35701
全 体	479	.12322	.09945	1.2262	.39329

資料：Bar-Yosef, S., and R. Kolodny, "Dividend Policy and Capital Market Theory," *The Review of Economics and Statistics*, May 1976, p.186.

第1図 証券市場線と配当政策の関係



SML_A : 全企業の平均的証券市場線
 SML_H : 高配当性向企業の証券市場線
 SML_L : 低配当性向企業の証券市場線

は、分類された各企業の収益とリスクの特性には相違のあることを示している。それは、(1)、収益と配当性向の間の逆の相関、(2)、ベータと配当性向の間の逆の相関、にみることができる。以上の分析

バーヨゼフとコロドニーは、以上のようなCAPMと配当仮説の関係を認識した上で、一九六三—一九七一年における製造企業四七九社を対象に実証分析を試みた。第三表はその結果を示したものであるが（一九六三—一九六七年、一九六八—一九七一年についてもテストされたが、ここでは省略した）、そこでは、全期間について平均配当性向を求め、それを九つの範疇に分け各企業をその配当政策に従ってそれぞれの範疇に分類している。彼らの実証結果

配当政策論争の再検討

結果は、それ自体配当関連説を直接確認するものではない。既述の通り、経験的に導かれる証券市場線は、理論的な証券市場線とその形において必ずしも同一であるとはいえない。例えば、高配当企業は、経験的証券市場線が理論的証券市場線より低い勾配を示すとき、低配当企業より、組織的リスクの水準に関しては高い収益を提供すると考えられるのである。そこで、バーヨーゼフとコロドニーは、配当政策と市価との関係を更に追求するため、ブラック・ホールズと同様の次のタイプのクロス・セクションによる回帰分析を行なった。

$$R_i = a_0 + a_1(\beta_i) + a_2(\text{株式 } i \text{ の平均配当性向}) + e_i \quad (9)$$

二つの従属変数が有意であるとき、他の事情にして等しければ、市場は現金配当を重視する収益配分を高く評価する。一九六三—一九七一年の製造業四五一社について行なった彼らのテスト結果は、先の分析でその可能性を暗示された配当関連説の立場を確認するものであった。⁽⁹⁾

- (1) Lintner, J., "Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review* 46, May 1956, pp. 97—113. 企業の安定配当政策について、拙稿「配当政策と企業行動」(本誌第六十六号、昭和五十四年七月)を参照。

- (2) Spangler, C. W., "The Effects of Unanticipated Changes in Dividends on Security Returns," Unpublished Master of Science Thesis, M. I. T., Cambridge, Mass., 1973. この論文は、次のフスター(G. Foster)の文献に簡単に紹介されている。Foster, G., *Financial Statement Analysis*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1978, pp. 351—352.

- (3) Black, F., and M. Scholes, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, May 1974, pp. 95—117, in Myers, S. C.

(ed.), *Modern Developments in Financial Management*, New York, Praeger, 1976.

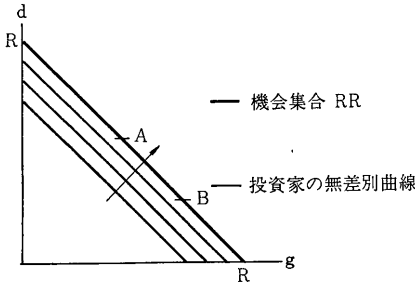
(4) Miller, M. H., and F. Modigliani, *op. cit.*, p. 431.

(5) 1) “Clientele Effect” についての実証研究については、Elton, E. J., and M. J. Gruber, “Marginal Stockholders’ Tax Rates and the Clientele Effect,” *Review of Economics and Statistics*, February 1970, pp. 68–74; Pettit, R. R., “Taxes, Transactions Costs and Clientele Effect of Dividends,” *Journal of Financial Economics*, December 1977, pp. 419–436.

(6) Bar-Yosef, S., and R. Kolodny, “Dividend Policy and Capital Market Theory,” *Review of Economics and Statistics*, May 1976, pp. 183–184. “バーヨーセフとコロドニーが、以上のことを投資家の無差別曲線を論

ずる消費者選好理論に即して吟味している。いま、

図 1 投資家の無差別曲線と配当無関連説



配当政策論争の再検討

図 2 投資家の無差別曲線と配当関連説

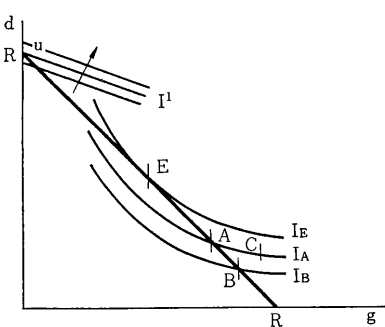


図 1 のように、二つの機会 A と B が投資家に開かれているとする。A は証券収益 R を提供し、それは配当利回り d_A とキャピタル・ゲイン g_A からなる。他方、B は同一の収益 R を提供するが、 $d_A > d_B$ であるような d_B と g_B からなる。図の RR 線は、同一収益の配当利回りとキャピタル・ゲインの組合せを示す等収益線である。配当無関連説の立場からは、配当利回りとキャピタル・ゲインは無差別であるから、それらに対する投資家の効用無差別曲線もマイナス 1 の勾配をもつ直線である。 $(d_A - d_B) = -g_A + g_B$ とな

配当政策論争の再検討

わち、 $(d_A - d_B) / -(g_A - g_B) = -1$ である。投資家は等収益線 R 上のすべての点が無差別とみなす。というのは、実行可能な諸機会の最善の組合せを含む等収益線は、投資家の効用無差別曲線に一致するからである。

これに対し、配当関連説では、配当利回りとキャピタル・ゲインとの間の限界代替率は必ずしも一定ではないから、等収益線上の各機会は無差別ではない。投資家は、現在断念する配当利回り以上のキャピタル・ゲインを将来受取る保証がなければ確実性において劣るキャピタル・ゲインよりも配当利回りを選択する。従って、図2の機会 A の効用は、機会 B の効用に優る。ここでは、最適配当政策は機会 E において決まる。

(7) *Ibid.*, pp. 181—190.

(8) (2)式、(3)式と(5)式から導出。

(9) *Ibid.*, p. 184.

(10) 実際の実証手順においては、多元回帰分析に伴う多元共線性を配慮する工夫がなされている。平均配当性向 P_i を、 $P_i = b_0 + b_1 \beta_i + \epsilon_i$ という回帰式に直し、市場要因から独立で配当政策の残差効果を示す ϵ_i を説明変数に使用している。この回帰分析の結果は、

$$R_i = 0.0921 + 0.02646 \beta_i - 0.2734 \epsilon_i + \epsilon_i$$

$$t\text{-value } (7.564) (2.733) (-11.661)$$

$$\text{Corrected } R^2 \text{ } 0.2392$$

$$D. W. \text{ } 2.00$$

と示され、その回帰式の係数 a_2 がマイナスの符号ではあるが、ゼロとかなり相違することをもって配当関連説の拠とみなしたのである。*Ibid.*, pp. 187—188.

四 不完全市場と配当の情報効果

CAPMの観点からは、企業の配当政策は、それが各企業証券と結びついた市場リスクの水準に影響を及ぼす範囲においてのみ企業評価に関連する。このことは、証券のベータ係数が確定されるとき、企業の配当政策に関する知識は証券の収益率、従ってまた証券市価の評価にもはや無関係であることを意味している。バーヨーゼフとコロドニーの実証結果は、CAPMのうちに暗黙のうちに含まれるそのような基本的前提と対立する結論を提示した。証券収益の規定に際して、配当政策についての知識はむしろ重要な意味をもつ。それは、投資家が自らの所得をキャピタル・ゲインと配当利回りのいずれの形で受取るかに関して決して無関心ではないことを示すものである。彼らは、「CAPMが仮定するところとは違って、実際の証券市場には、投資家行動に重大な影響を及ぼしうる程の市場の不完全性および制度的要因が存在している」と推論する⁽¹⁾。これは、従来配当関連説を支持する立場からしばしば言及された考え方を再確認するものであって、そのこと自体決して目新しい指摘ではない。

市場の不完全性という場合、それをどのような形で把握するかについてはなお議論の余地があると思われるが、通常のコンテキストでは、租税制度や取引費用等の市場摩擦要因を配慮することが一般的である⁽²⁾。現実には、キャピタル・ゲインは配当所得よりかなり低い税率を適用されている。また、取引費用の存在は、投資家が自らの手による税引後配当の再投資を魅力的としない原因となる。更に、企業サイドにも、配当支払いの結果としての増資の必要性は発行費用の負担を引き起こすばかりである。そのような条件下では、投資家、企業いずれ

配当政策論争の再検討

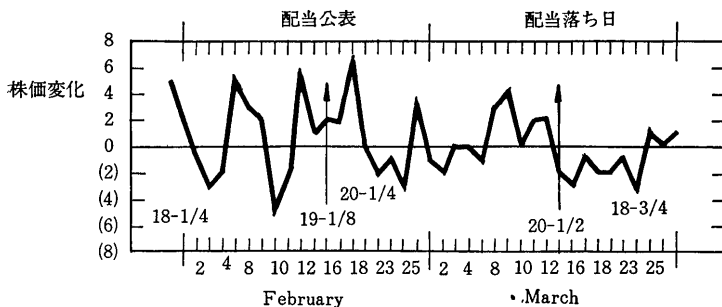
の側にも利益留保に対する等しい選好があるものとみなすことができる。かくて、市場の不完全性は、証券価格に対して配当性向の水準がもし何らかの影響を及ぼすとしても、逆の相関を与える原因となりうる。勿論、投資家の中には、取引費用の負担を配慮して現在所得に強い選好を示すものもある。しかし、その場合にも、証券取引に要する費用はキャピタル・ゲインに対する課税上の利点と比べればとるに足らないものと思われる。配当政策の決定にとって、そのような市場の不完全性要因は全く無視しうるものではない。とくに、配当とキャピタル・ゲインの間にある差別税制の影響はかなり大きなものといえるであろう。しかし、以上の主張にも拘らず、市場の不完全性に対しては、全体としてみた場合のその影響力に関してしばしば懐疑的な見方が指摘されることがある。S・M・ティニー(S. M. Tinie)とR・R・ウェスト(R. R. West)はこの問題について、「資本市場の不完全性の存在は、高率の配当性向が高水準の株価を導くはずである、という結論に繋がらない。もし、両者間に何らかの関連があるとしてもそれは全く反対の方向を示している」と指摘した後、「不完全性が、配当性向と株価の係に何らかの実質的な影響を与えると結論づけることは疑問である。すべての要因を考慮し、且つ種類の課税環境におかれている投資家の存在を認めるとき、市場の不完全性はともそのような影響を与える程強力ではない」と論じている。⁽³⁾

以上のような配当無関連説容認の背景にある考え方は、所謂完全市場理論に固有のその市場機能と結びつけられた議論から由来している。資本市場を利用した投資家の富の配分決定は、確実性下は勿論、不確実性下においても持株ポートフォリオの調整を通じて好みの所得パターンを実現できる。配当無関連説の論理的根拠はそのような市場での操作可能性に求められるが、実際には、投資家はそのキャピタル・ゲインを実現するための持株操

作を望まないかも知れない。不確実性下では、株価変動が起こり易く、時には一時的にせよ価格下落の可能性を惹起する。また、取引費用等を考慮するときには、持株ポートフォリオの変更は必ずしも有利でない。それらは、将来の収益すなわちキャピタル・ゲイン以上に現在配当に対する選好を生みだす。しかし、そのような市場のもつ諸要因や特質は必ずしも普遍的なものではない。既述の通り、配当選好は投資家によって異なる。かくて、MMの如く「長期的には、企業の配当政策がある特定の投資家層を顧客として誘引する」という主張が成立する。配当無関連説、従ってMM理論は市場の長期的趨勢を問題にしており、その限りで、市場がある特定の配当性向政策に対する選好を示すとすれば、企業が短期的にその要求を充足することで利得を見出しうる可能性を排除するものではない。バーヨーゼフとコロドニーの実証結果がそのような市場の一時的現象、若しくは制度的要因による均衡からの不本意な乖離を把えたものとすれば、それはMMの無関連説と必ずしも矛盾するものではない。しかし、究極的には、周知の「裁定」の働きは特定の配当政策に対する如何なる選好をも表面的には一掃するのである。

配当無関連説の市場条件に係わる一層重要で厳しい批判は、すべての投資家が各企業のリスク・クラスや将来の予想について同意するという前提である。これは、すべての投資家が等しく情報に接しうることを意味するものであるが、現実には、投資家は異なる情報をもち、また同一情報にも異なる評価を下すかも知れない。しかし、そういった情報の不完全性は、返って配当無関連説を成立せしめる積極的な要因となっている。情報量の制約や将来の不実確性要因の存在は、企業の配当性向政策が市場においてそれ自身によってというより、むしろ将来の収益性に対する指標^{シグナル}という意味において評価されうることを暗示する。例えば、企業がその配当支払い水準

第2図 Automatic 社の終り値の変化



配当政策論争の再検討

資料：J.E. Walter, *Dividend Policy and Enterprise Valuation*, 1967, p.91.

の変更を発表するとき、市場がそれに対し敏感に反応するケースは現実
にしばしば見出すことができる。そのような観察は、配当政策が不確実
性下の証券市価に何らかのインパクトを与えている事実を示すものであ
る。J・E・ウォルター (J.E. Walter) が示した米国オートマティック
・キャンティーン社 (Automatic Canteen) の事例は、この点で大変興味
深い資料を提供している。⁽⁴⁾ 一九六五年の年次総会において、オートマテ
ィック社は四半期の配当率を一株当り一〇セントから一五セントに引上
げると発表した。それは、過去数年に互る同社の継続的な成長および収
益パターンに対する経営者の自信を表明するものであった。その発表
後、オートマティック社の株価は第二図にみられる如く直ちに顕著な反
応を示した。すなわち、配当公表の直前およびそれ以降五日の取引期間
に同社株式の日々の終り値は二ドル上昇し、次いで配当落ち日までほ
とんど不変の水準に止まり、その後一週間には二ドル下落するという
推移を辿った。ウォルターは、以上みられるオートマティック社のケー
スから配当公表が同社の株式に対する市場の関心を覚醒したと推論し、
そのような市場の反応は、投資家が現在の現金配当の動きを将来の長期
的な収益推移に関する判断材料として利用する十分な根拠を提供するも

第4表 General Motors Corp. の業績内容

〔本社〕 3044 W. Grand Blvd., Detroit, Mich. 48202 〔設立〕 1916年
 〔発行株式〕 285,989,305株(額面1%ドル) 〔会長〕 R. C. Gerstenberg
 〔従業員数〕 811,882人(全世界) 〔上場市場〕 ニューヨーク 〔決算期〕 12月

〔業績〕 (百万ドル, 一株当り・株価ドル)

	売上	営業 利益	償却	純利益	一株当り		株 価		P E R
					利益	配当	(高)	(安)	
1968	22,755	4,124	729.1	1,732	6.02	4.30	89%	72%	15...12
1969	24,295	4,067	765.8	1,711	5.95	4.30	83%	65½	14...11
1970	18,752	1,488	821.5	609	2.09	3.40	81%	59½	39...28
1971	28,264	4,529	873.1	1,936	6.72	3.40	91½	73%	14...11
1972	30,435	4,960	912.4	2,163	7.51	4.45	84¾	71¼	11... 9
1973	35,800	5,162	902.9	2,398	8.34	5.25	84½	44%	10... 5

資料: Standard & Poor's 『外国会社ハンドブック』(1974年下期版) 日本経済新聞社, p. 195.

のとみなした。同様の事例はまた、世界最大の自動車メーカーであるゼネラル・モーターズ社 (General Motors) の最近の配当政策の実態についてもみることができる。第四表にみられるように、GM社の収益はかなりの景気変動を被り、配当もそれに応じて不安定な状態にある。しかし、これはGM社が安定配当政策を無視した結果ではない。むしろ同社は目標配当性向に照して決められた基本的な配当方針を維持しながら、それと短期の収益変動の結果としての一時的な「特別配当」とを慎重に区別している⁽⁵⁾。そのことをとくに明示することによって、投資家がGM社の将来見通しに関する判断を誤まらないよう配慮されているのである。

不確実性下では、投資家は企業の収益、投資として将来配当に関する見通しについて絶えずその手掛りを求めており、企業が自社の将来展望を伝達する情報に対してはとくに敏感な反応を示すといえる。配当は投資家の予想の中で大きな比重を占め、従って、過去の配当方針の変更は直ちに企業の将来収益の変化を見込むものとして評価される。すなわち、現

配当政策論争の再検討

在の配当引上げは将来収益の増大の期待を生み出すといえる。それは、市場が古い情報に対して新しい情報の相対的意義を評価した結果である。配当性向政策が企業市価に対して意味をもつのは、このような配当のもつ情報としての役割 (informational content of dividend) のためである。⁽⁶⁾ 企業が配当政策の安定化を指向し、現在配当引上げはそれを将来長期に亘って維持しうる確信を抱くとき初めて実施する、という現実を観察される行動パターンは、配当の情報効果説をよく裏づける証拠である。配当性向の変更が投資家の将来の見通しを修正させ、しかも、その修正が企業市価の上昇を必ずしも保証するものでない限り、企業が長期的な目標配当性向の維持という方針を採用することは十分な根拠をもっている。

(1) Bar-Yosef, S., and R. Kolodny, *op. cit.*, p. 189.

(2) Schall, L. D., and C. W. Haley, *Introduction to Financial Management*, McGraw-Hill, 1977, pp. 375—379. 以下、企業の配当政策に影響する要因として、(1) 租税、(2) 投資機会、(3) 契約上の制約、(4) 法的規制、(5) 流動性および債務償還、そして(6) 発行費用および取引費用、を指摘している。また、バンホーン (J. C. Van Horne) は種々の不完全性要因と配当性向政策の関係を検討した上で、租税効果の影響力をとくに重視した。Van Horne, J. C., *Financial Management and Policy*, Englewood Cliffs, N. J., 1977, pp. 286—289. 野村総合研究所監修『企業財務 (十二)』、野村証券株式会社、一九七八年、三四四—三四七頁。

(3) Timic, S. M., and R. R. West, *Investing Securities: An Efficient Markets Approach*, Addison-Wesley, 1979, p. 446. 以下、Black, F. and M. Scholes, *op. cit.*, pp. 96—99 を参照。

(4) Walter, J. E., *Dividend Policy and Enterprise Valuation*, Belmont, California, Wadsworth, 1967, pp. 90—91.

(5) G M社は、「安定的な正規配当の他、とくに業績好況時には特別配当を支払う」という配当政策を採用している典型的な企業である。Schall, L. D., and C. W. Haley, *op. cit.*, pp. 380—381.

(6) ペティット (R. Pettit) は、以上のような配当のシグナルとしての機能に早くから注目し、配当公表が株価にどのような反応を示すかに関し実証研究を試みた。彼のテスト結果は、株価調整の大部分が配当公表日若しくは次の日にひととき顕著に現われている事実を示している。ペティットはこのような価格変化が配当政策に対し統計上有意であり、従って、配当変化の通告は実質内容をもつ情報を伝達すると結論した。Pettit, R., "Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency," *Journal of Finance*, December 1972, pp. 983—1007.

五 配当政策論争の方向

配当の情報効果説によれば、配当それ自体 (the dividend per se) は企業市価に全く無関係である。このことは勿論、配当政策の変更が企業市価に及ぼす影響を否定するものではない。しかし、それはあくまで配当のもつ情報としての役割を通じて引き起こされた事態であり、配当が究極的に将来の収益予想にのみ関連づけられて評価された結果である。従って、もし収益見通しが不変のままであれば、配当政策と株価の間に明示的な関係を見出すことはできないであろう。

こういった配当情報効果説の議論については、しかしながら、その含意についてなお慎重な考察を加える必要がある。例えば、配当情報が株価変動を引き起こすとしても、それは目標配当性向の変更が常に市価上昇に繋が

配当政策論争の再検討

という議論にはならない。情報の伝達ということ、市場によるその解釈とは区別して考慮されなければならない。財務政策の意図がそのままストレートに市場に伝わる訳ではない。配当引上げはこの意味で概して不完全なメッセージである。株価の変動は、時として企業の意図とは反対の方向を目指すかも知れない。将来の見通しが明るくその業績が改善されつつあるとき、企業は長期的な目標配当性向に基づいて配当増加の決定を下す。しかし、企業はまた将来に有利な再投資の機会を見出せない場合にも配当政策を変更するかも知れない。配当引上げは、かくて、将来見通しの不透明な環境下において、企業が消極的な経営方針を採用した結果ともいえるのである。

既述のオートマティック社の株価推移はこの点できわめて興味深い事例といえる。同社の株価は、配当公表に對し敏感な反応を示したが、それはその高水準を長期間維持することができず、きわめて短期に元の水準に低下した。それは、もっぱら市場の投機的行動によって引き起こされた結果である。同社が高値を維持するためには、株価の値動きにのみ関心を払う投機家ではなく、高価格の株式を長期に亘って保有する意図をもつ投資家を引き付けねばならなかったのである。⁽¹⁾ 企業が年々の配当支払額を安定的に維持しようとする一つの理由はここにある。配当変更は、多くの場合、それが株価に与える効果の大きさと方向においてきわめて不確定であり、しかも、株価変化はもし起ったとしても、しばしば一時的な性格のものでしかない。そのような不確定要素は、企業価値の長期的な極大を追求する企業行動の中で極力回避されなければならない。勿論、GM社のように、配当方針を市場に注意深く伝達する配慮によってその種の不確実性をかなり減少させることはできる。しかし、基本的には、市場は、配当政策が株価に実質的な効果をもつとしても、その効果を的確に知るすべをもたないと考える

べきである。市場がそのような意味で情報に対して無知であるとき、企業は財務政策の効果を無視した決定を下すことが可能となる。ここでは、配当はむしろ情報価値を全くもたないといった方が適切であるかも知れない。⁽²⁾ 企業の配当行動が安定化への強い指向性を示す真の理由は、そのような配当情報をめぐる不確定要因のためであり、もし、配当政策が株価への真の効果をもち、市場がそれを熟知しているなら、配当政策の安定化はその意義を半減させることになるであろう。

以上のような配当の情報としての役割に典型的にみられる配当無関連説は、論議の対象を市場の投資家行動に求めることによってこの問題の解明を計っている。これは、配当関連説の主張者が企業の主体的な行動の中から配当政策の意味を見出そうと試みるのと際立った対照をなしている。今日の企業財務論が、意思決定の指標としての証券価格の決定メカニズムを問い、個々の財務政策を市場評価との論理的関係によって判断するフレームワークの中で問題を理解しようとする限り、先の配当無関連説の主張は、きわめて説得的で首尾一貫した論理的構成を示すものといえよう。⁽³⁾ 六〇年代後半から七〇年代にかけて著しい発展を遂げた資本市場理論は、そういった方向に即した論理展開の典型である。しかし、配当政策論争を以上のフレームワークで検討することの意味については疑問なしとしないであろう。実際、配当政策問題がMMによって提起されてより、長い年月と、多くの議論を重ねた割にはさほどの成果を生み出しているとは思えないのである。確かに、資本構成問題を含めてMM論争を詳細に検討する過程で、概念の明確化や論理の精緻化などそれなりに評価すべき点を多く指摘することはできよう。しかし、その議論が、現実の企業行動にみられる資本構成および配当政策の固有の問題をどれ程明確にしたかについては積極的な評価を下すことはできない。資本市場理論は、問題の対象領域を企業それ自体ではな

配当政策論争の再検討

く全体としての市場経済システムに措定している。企業は全経済システムの中に一つの構成分子として組み込まれ、その主体的側面は二次的な地位に追い遣られる。ここでは、もはや、個々の財務政策に固有の現実的、実践的要請が問われることはないであろう。

企業の財務行動が市場経済システムに組み込まれ、その行動動機も市場システムとの経済的關係によつてのみ規制され評価されるという枠組は、財務行動の基本的な仕組を明確にする上でそれなりの意義を有していた。しかし、そのことによつて、企業行動の表層にある制度的、現実的側面が全く捨象されてしまうなら、問題はきわめて大きいといわねばならない。配当政策問題について企業財務論の立場から本来意図すべきなのは、配当を単に収益—リスクの關係でのみ把握する財務情報として問題にすることではなく——勿論それは重要な側面であるが——、配当決定をとくに企業のおかれた具体的条件に係わらしめて検討するとともに、より本質的には、企業行動それ自体の内在的な論理展開に即して考究するものでなければならない。企業行動に長期的に貢献する配当政策の性格は、本来、制度的、歴史的要因によつて規定される側面が大なのである。以上のような観点からは、配当理論の前提に含まれる非現実的な条件を排し、市場の不完全性や制度的要因を個々に検討するという作業は、問題解決上確かに重要なプロセスを構成するものといえる。しかし、議論をこの点にのみ止めてしまうことは、配当論争にとってなお有益な結果をもたらすものではない。例えば、租税制度や取引費用等の不完全性要因が企業財務と密接な關係をもつことは事実であり、従つて、その影響を分析内容に加えることによつて現実の財務行動に対する説明力は著しく増大する。しかし、その議論が、資本市場の諸側面に限定され、市場経済システムの構造分析の範囲を超えるものでない限り、それは企業の財務行動の一面に言及するのみで、問題の実相を正

しく伝えはしない。企業の財務行動が市場経済システムの論理ととくに密接な関連をもつことは否定すべくもないが、それはまた、企業戦略、企業支配機構、対銀行関係或いは歴史的條件等によっても規定される。更にまた、企業行動全体が社会的、政治的等のシステムとも密接な相互作用を営む中では財務決定自体も自ずと制約を受けざるをえない。それは、自らを一つのサブ・システムとして包含するより包括的な全体システムの部分である。このようにシステム論的な認識をもって財務行動を考慮するとき、市場経済システムとの論理的な関係の中にのみ問題を解消する議論が十分な説得力をもつとは思えない。環境に対し主体的な働きかけをし、そのことを通じて環境構造の変革を迫る企業行動は、多面的な企業活動の調整と統合を経て遂行されるものであり、経済システムの論理にのみ従うものではない。配当政策論争の真の解明も実はこのような方向に沿った論理展開の中で初めて実りある成果を生み出すことができるといえる。

(1) Walter, J. E., *op. cit.*, p. 91.

(2) 実際の市場が、「価格が利用可能情報を完全に反映する」という意味で効率的であることは、実証的にかなり明らかである。Fama, E. F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance* 25, May 1970, pp. 383—417 を参照。しかし、この議論は本文と矛盾しない。証券価格に含まれる情報は将来収益と関連するが、それが配当の真の効果を織り込んだものかどうかはまた別問題である。

(3) そのような企業財務論の特徴を最もよく反映する文献として次のものがある。Fama, E. F., and M. H. Miller, *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston, New York, 1972 年。Copeland, T. E., and J. E. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 1979.